2025.2.26

調査レポート

月刊　為替市場の論点
2025年2月

〈要約〉
春闘賃上げ率は5%程度を見込む。物価と生産性の伸び減速を人手不足感がカバーするとみる。事前予想よりも強めの結果となれば、日銀による1%超までの利上げが視野に入り、円買いが進もう。要求集計と第一回回答集計で相場が動く可能性が高いとみる。経常収支から基調的な円の実需をみると、明確な改善傾向であり、じわりと円相場に効いてくる可能性もあろう

振り返りと今後の注目点 ・・・P1

論点①　対米貿易黒字通貨に買戻し、利上げ局面にある円が強い ・・・P2
～弱含む米ドルと強含む円～

論点②　春闘が好調なら1%超の利上げが視野に ・・・P3
～好循環定着の確度高まる～

論点③　春闘賃上げ率は5%程度か、日銀の利上げを後押しへ ・・・P4
～物価と生産性の伸び減速を人手不足感がカバー～

論点④　修正経常収支は4四半期連続黒字、実需持ち直しへ ・・・P5
～じわりと円高要因に～

論点⑤　キャリートレード再燃リスクは低い ・・・P6
～トランプ米大統領の不規則発言と逆方向を歩む日米中銀～

明治安田総合研究所
経済調査部
吉川 裕也

高まる日銀利上げ観測と弱含む米経済指標

日銀のタカ派姿勢とにわかに浮上する米消費動向への懸念

◆ドル/円概況（1/30~2/25）

・5日、12月毎月勤労統計で実質賃金が2ヵ月連続で前年比プラスになったほか、赤澤経済再生相が「足もとはインフレの状態」と発言し、追加利上げ観測から円高へ

・6日、田村日銀審議委員の発言で円は一段高。10日に米政権が鉄鋼・アルミニウムへの関税を表明すると、一転円安ドル高へ

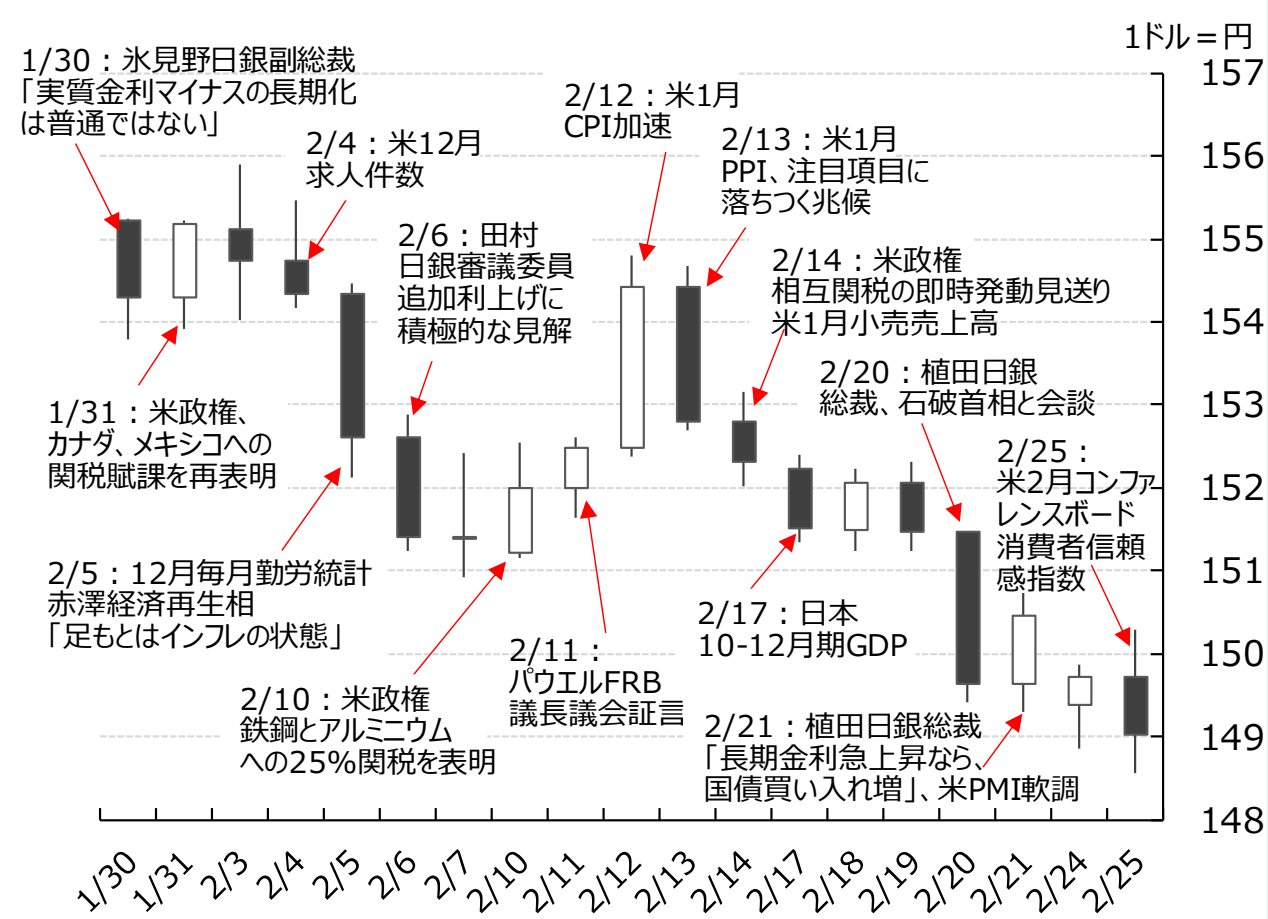
・11日、パウエルFRB議長が利下げに慎重な姿勢を示したほか、12日発表の米1月CPIの加速によりドル高に

・13日発表の米1月PPIと14日発表の米小売売上高がドル安要因になる一方、17日発表の本邦GDPは円高要因に。20日の植田日銀総裁と石破首相の会見で長期金利上昇は話題に上らず、金利上昇容認との観測から一段と円高が進む。その後、軟調な米指標が続いてドル売り優勢に

今後の注目点

・米関税は懸念材料だが、ドル/円の動向は金融政策の方向性に左右されよう。春闘の経過が好調であれば、日銀による1%超の利上げが視野に入り、円買いが進もう。経常取引に伴う円需給改善が明確であり、じわりと円相場に効いてくる可能性も

◆ドル/円（日足）



（出所）ブルームバーグ、各種報道より明治安田総研作成

Copyright © Meiji Yasuda Research Institute, Inc. All Rights Reserved.

対米貿易黒字通貨に買戻し、利上げ局面にある円が強い　弱含む米ドルと強含む円

・直近1ヵ月は、追加利上げ観測が高まる円の強さが目立つ一方、弱めの経済指標が目立った米ドルが軟調（下図）。

・米関税の発動延期により、対米貿易黒字が大きいカナダドル（633億米ドル）やメキシコペソ（1,718億米ドル）に買戻しの動き。米関税への過度な懸念が後退し、ユーロ（2,029億米ドル）も強い

・一方、関税が発動された元（2,954億米ドル）は冴えない動き。中国と経済的な結びつきが強い豪ドルであるが、主要輸出品である鉄鉱石の市況改善などで堅調推移。インフレが根強く、利下げ見通しが後退した英ポンドも強い

・カナダ・メキシコへの関税発動猶予期限は3月4日。米国と両国間の交渉が不調に終わり、追加関税賦課となれば、カナダドルとメキシコペソが売られよう。次の標的との懸念からユーロも弱含むとみる。海外現地生産への懸念などから生じるリスク回避の円買い圧力が出るとともに、インフレ懸念再燃による米利下げの先送りが意識され、米ドルも強含むと考える。ドル/円に方向感は出にくいか

通貨パフォーマンス

	政策金利　%		インフレ　前年比、%		実質政策金利　%			対米ドル騰落率	対米貿易黒字
	1月末	2月末（見込み）	2024年12月	2025年1月	1月末	2月末	変化、%ポイント	1/31⇒2/25 %	24年1月－24年12月（億米ドル）
日本	0.50	0.50	1.6	1.5	▲1.1	▲1.0	0.1	4.20	685
豪州	4.35	4.10	3.6	—	0.75	0.50	▲0.25	2.03	▲179
カナダ	3.25	3.00	2.1	2.2	1.15	0.80	▲0.35	1.95	633
英国	4.75	4.50	3.2	3.8	1.55	0.70	▲0.85	1.75	▲119
スイス	0.50	0.50	0.7	0.9	▲0.2	▲0.4	▲0.20	1.57	385
ユーロ圏	3.00	2.75	2.7	2.7	0.30	0.05	▲0.25	1.50	2,029
メキシコ	10.00	9.50	3.7	3.7	6.35	5.85	▲0.50	1.16	1,718
中国	3.10	3.10	0.4	0.6	2.70	2.50	▲0.20	0.11	2,954
米国	4.50	4.50	3.2	3.3	1.30	1.20	▲0.1	—	—
トルコ	45.00	45.00	43.8	42.2	1.21	2.85	1.64	▲1.99	15

（出所）ブルームバーグのデータをもとに明治安田総研作成。2025年1月29日時点、インフレ率は食料品とエネルギーを除くCPI

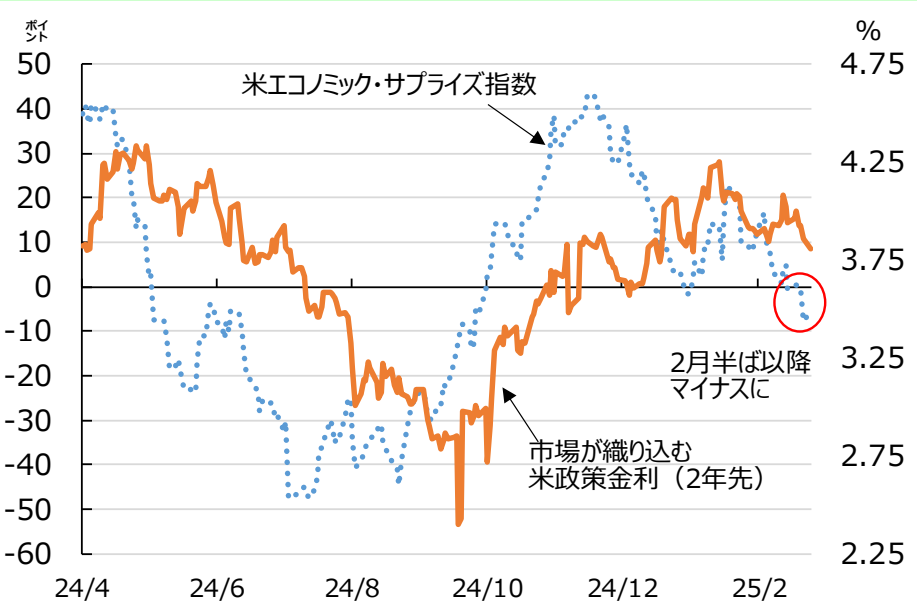
Copyright © Meiji Yasuda Research Institute, Inc. All Rights Reserved.

春闘が好調なら1%超の利上げが視野に

好循環定着の確度高まる

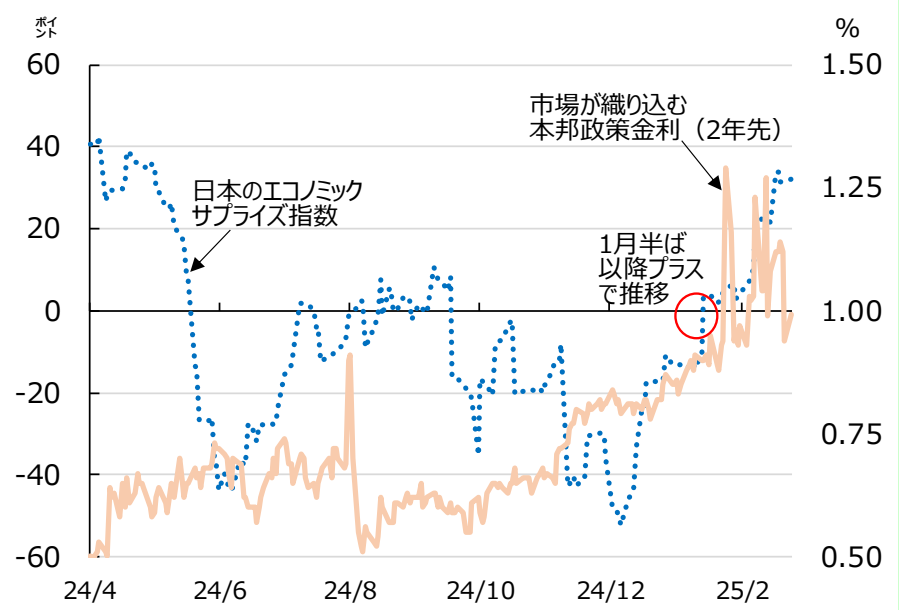
- 経済指標の発表値と事前の市場予想との乖離の度合いを指数化した「エコノミック・サプライズ指数」と市場が織り込む2年後の政策金利には一定の相関がある
- 米国では、消費者信頼感や小売売上高など軟調な指標が相次いだことから、同指数は2月半ば以降マイナスとなり、政策金利予想も低下傾向に（利下げの織り込みが進む、左図）。
- 日本では、1月半ば以降同指数がプラスで推移。2月は毎月勤労統計やGDPなど、市場予想を上回る指標が公表されたほか、日銀政策委員のタカ派的な情報発信もあり、同指数の上昇と追加利上げの織り込みが同時に進行した（右図）。2年後の政策金利予想はまだ安定していないものの、1%はすでに織り込み済み。春闘の経過次第でさらに一回分の利上げを織り込む可能性も

米国のエコノミック・サプライズ指数と政策金利予想



（出所）ブルームバーグのデータより明治安田総研作成。米エコノミック・サプライズ指数は米シティグループ算出、市場予想を超過する指標が多いとプラス、少ないとマイナスへ。政策金利の織り込みはOIS市場より

日本のエコノミック・サプライズ指数と政策金利予想



（出所）ブルームバーグのデータより明治安田総研作成。エコノミック・サプライズ指数は米シティグループ算出（春闘賃上げ率には反応しない）、市場予想を超過する指標が多いとプラス、少ないとマイナスへ。政策金利の織り込みはOIS市場より

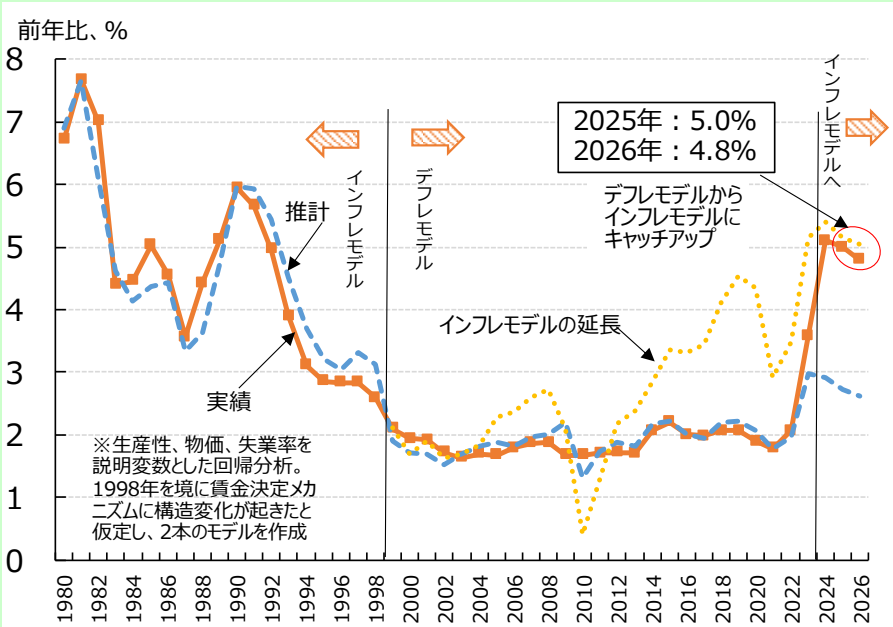
Copyright © Meiji Yasuda Research Institute, Inc. All Rights Reserved.

春闘賃上げ率は5%程度か、日銀の利上げを後押しへ

物価と生産性の伸び減速を人手不足感がカバー

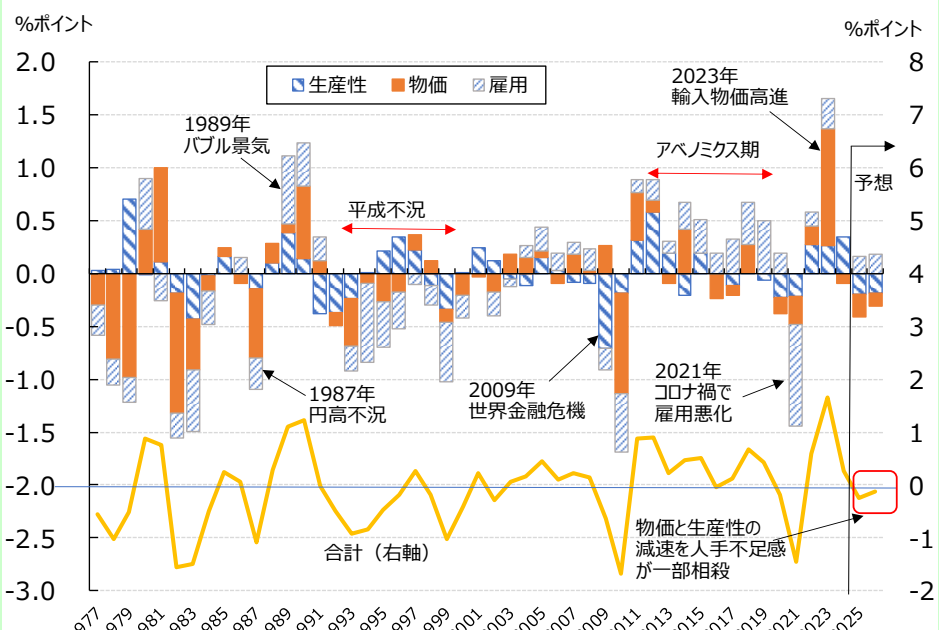
- 春闘賃上げ率の推移は、生産性と物価と人手不足感で概ね再現できる（左図）。日本で金融危機があった1998年以前の推計式（インフレモデル）と1999年以降の推計式（デフレモデル）は大きく異なるが、2024年春闘で復活したインフレモデルが2025年も有効と想定
- 右図は、インフレモデルによる春闘賃上げ率の前年差の要因分解を示す。2024年からの変化要因は、生産性が▲0.2%ポイント、物価が▲0.2%ポイント、雇用情勢が＋0.2%ポイント程度。物価と生産性の伸びが減速するものの、人手不足感の高まり（失業率の低下）によるプラス効果がマイナス幅を一部相殺へ。2025年春闘の平均賃上げ率は5.0%程度を予想
- 3月6日に組合側の要求集計、14日に第一回回答集計が公表される。労務行政研究所の「賃上げ等に関するアンケート調査」（2/5発表）で2025年春闘の賃上げ率予想が4.6%になるなど、事前予想はやや控えめか。5%程度の数字が出てくれば、円買い要因となろう

春闘賃上げ率の推移と予想



（出所）連合、厚労省、総務省のデータより明治安田総研作成、推計は明治安田総研

春闘賃上げ率の前年差の要因分解（インフレモデル）



（出所）連合、厚労省、総務省のデータより明治安田総研作成、推計は明治安田総研

Copyright © Meiji Yasuda Research Institute, Inc. All Rights Reserved.

修正経常収支は4四半期連続黒字、実需持ち直しへ

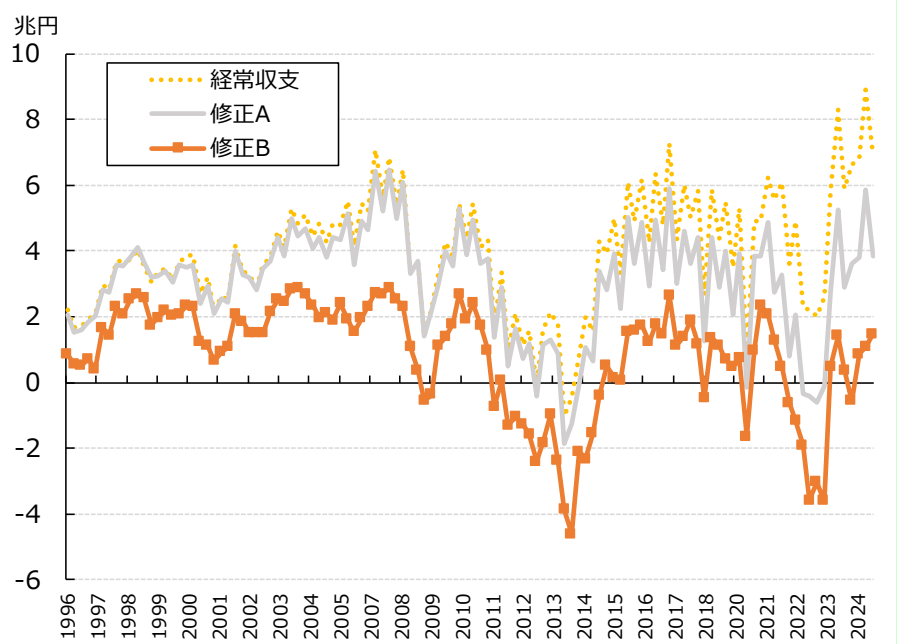
じわりと円高要因に

・10～12月期の日本の経常収支は6兆8867億円。第一次所得収支が牽引する形で改善傾向にある。もっとも、直接投資収益の再投資収益は円の実需に影響しないとみられるため、これを経常収支から除いた系列（修正A、左図）をつくる

・さらに、（修正A）から債券利子などの証券投資収益を除いた系列（修正B、左図）を導入する。証券投資収益の相応の部分は再投資されるとすれば、円の実需を反映する系列は（修正A）と（修正B）の間、（修正B）にごく近いところにあると考えられる

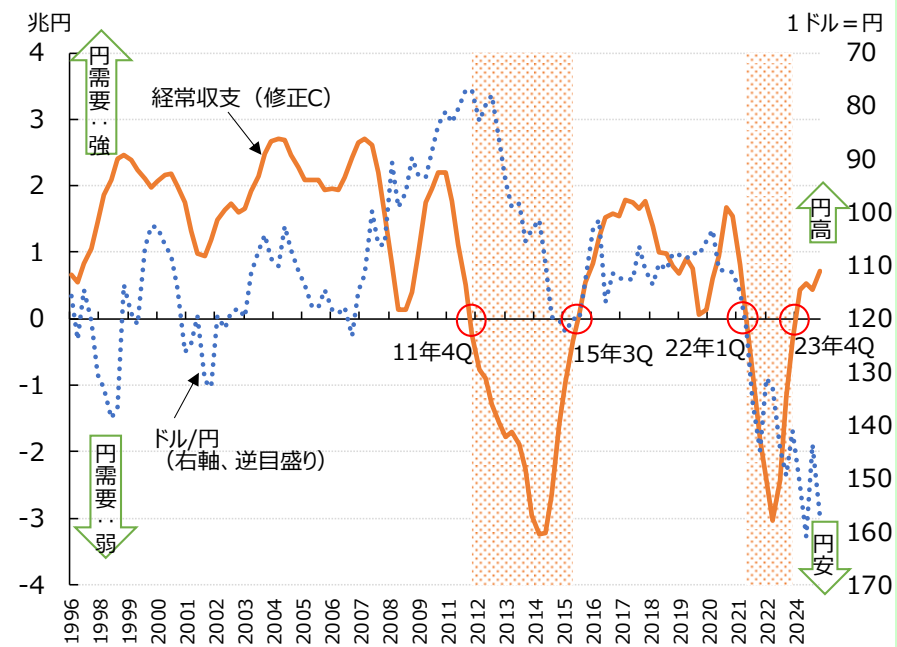
・修正Bの4四半期後方移動平均をとった系列（修正C、右図）が基調的な実需を示すとする。1996～2006年まではドル/円相場と連動するが、2007～11年の円高局面では説明力を失う。その後、2012～14年と2022～23年の円安局面では、修正Cの赤字が円相場に影響したとみる。2024年1～3月期より4四半期連続で修正Cは黒字であり、実需の改善がじわりと円相場に効いてくる可能性。自動車の輸出減少は懸念材料であるが、旅行収支の改善などで相殺され、当面実需の大きな悪化はないとみる

日本の経常収支（四半期ベース）



（出所）財務省のデータより明治安田総研作成。修正A：経常収支－再投資収益
修正B：経常収支－再投資収益－証券投資収益

実需とドル/円



（出所）財務省とブルームバーグのデータより明治安田総研作成。修正C：（経常収支－再投資収益－証券投資収益）の４四半期後方移動平均、シャドー部分は経常収支（修正C）が赤字になった時期

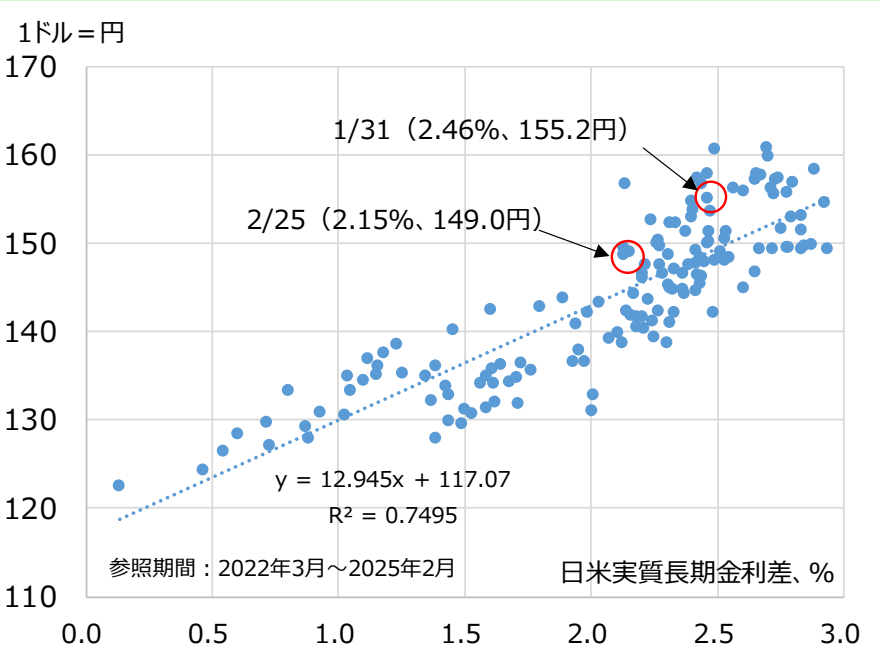
Copyright © Meiji Yasuda Research Institute, Inc. All Rights Reserved.

キャリートレード再燃リスクは低い

トランプ米大統領の不規則発言と逆方向を歩む日米中銀

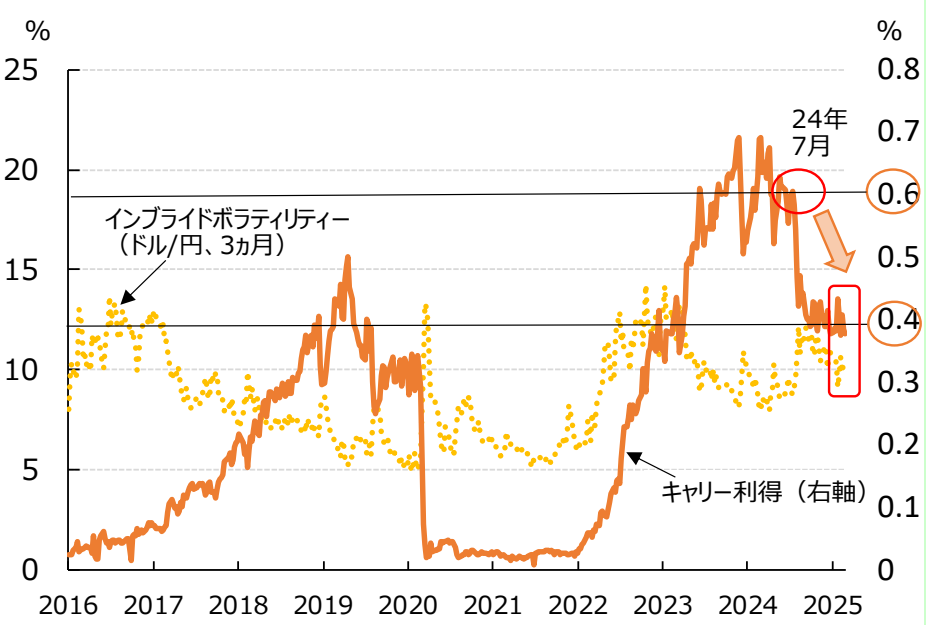
- 日米実質長期金利差は足もと約2.15%であり、ドル/円は金利差に見合った水準（145円程度）よりもなお円安水準にある（左図）
- キャリートレードの単位リスク当たりの利得（日米3ヵ月国債利回り差/3ヵ月インプライドボラティリティー）は、7月に行なわれた日銀の追加利上げ以降縮小傾向にあり、足もと0.4%付近と、前回の米利上げ局面の水準まで低下（右図）
- 日銀の利上げとFRBの利下げにより、日米3ヵ月国債利回り差が着実に縮まっていることが主因であり、キャリーのうまみは無くなっていく方向。投機筋が参入しにくい環境といえよう
- トランプ米大統領就任演説後、3ヵ月インプライドボラティリティーは10%程度で推移。第一次政権発足100日間の平均ボラ（10.7%）を踏まえれば、ボラ低下主導でのキャリー利得上昇は望みにくい。スイスフランを調達通貨に使う向きもあり、キャリートレード再燃リスクは低い

ドル/円の実質金利差モデル



（出所）ブルームバーグのデータをもとに明治安田総研作成

キャリー利得の動向



（出所）ブルームバーグのデータより明治安田総研作成。
キャリー利得＝日米3ヵ月国債利回り差 / インプライドボラティリティー（ドル/円、3ヵ月）

Copyright © Meiji Yasuda Research Institute, Inc. All Rights Reserved.

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。
●発行元●　株式会社 明治安田総合研究所　　〒102-0073 東京都千代田区九段北3－2－11 TEL03-6261-6411

本レポートに関するご取材やお問い合わせは以下までご連絡ください

明治安田総合研究所 エコノミスト 吉川 裕也
電話番号：03-6261-7947
e-mail：yu-kikkawa@myri.co.jp

Copyright © Meiji Yasuda Research Institute, Inc. All Rights Reserved.